

万华化学（600309.SH）

建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523120001

事项：

事件：2024年7月23日，万华化学、万融新材料与阿布扎比国家石油公司（ADNOC）、北欧化工（Borealis）、博禄化学（Borouge）在北京举办《项目合作协议》签约仪式。ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体，与万融新材料将在按相关法律法规审批的前提下意向按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司，共同启动在福建省福州市建设一套产能 160 万吨/年的特种聚烯烃一体化设施的可行性研究。

国信化工观点：1) 特种聚烯烃技术壁垒较高，依赖进口，此次项目使得我国特种聚烯烃国产化替代进程更进一步；2) 该项目融合各方专长，基于乙烷原料，具备优异的经济性基础；3) 乙烷运输船（VLEC）保障乙烷和乙烯采购的运力需求；4) 公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 193.84/224.73/233.37 亿元，同比增速 +15.3%/+15.9%/+3.8%，对应 EPS 为 6.17/7.16/7.43 元，当前股价对应 PE 为 12.7/11.0/10.6X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 融合各方专长，中外合资共建特种聚烯烃项目

2024年7月23日，万华化学、万融新材料与阿布扎比国家石油公司（ADNOC）、北欧化工（Borealis）、博禄化学（Borouge）在北京举办《项目合作协议》签约仪式。ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体，与万融新材料将在按相关法律法规审批的前提下意向按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司，共同启动在福建省福州市建设一套产能 160 万吨/年的特种聚烯烃一体化设施的可行性研究，该设施将主要利用北欧化工（Borealis）的先进专有 Borstar® 技术。

特种聚烯烃是一类具有高技术含量、高应用性能和高市场价值的聚烯烃产品，通常用于高端应用领域，如航空航天、汽车制造、军工装备和塑料等行业。这些产品包括但不限于茂金属聚乙烯（mPE）、茂金属聚丙烯（mPP）、聚烯烃弹性体（POE）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）、乙烯-乙醇共聚合物（EVOH）、聚丁烯-1（PB-1）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等。特种聚烯烃因其优异的性能，如提高柔韧性、抗冲击性、光学性能等，在许多高端领域有着不可替代的作用。

行业壁垒高，依赖进口。我国特种聚烯烃（或称高端聚烯烃）行业正在快速发展，市场规模逐年增长，但由于技术壁垒较高，一些核心关键技术长期被国外企业垄断，导致我国高端聚烯烃的发展较为缓慢，需要大量依赖进口。据慧正资讯数据，2023 年我国高端聚烯烃市场规模达 744 亿元，同比增长 17%；产量达 567 万吨，同比增长 16%；需求量为 1397 万吨，同比增长 12%。不过，随着国内企业不断加强工艺技术的研发和创新，高端聚烯烃的国产化能力正在逐步提升。

万融新材料在合资公司中拟占 50% 股权，其余 50% 属于 ADNOC、Borealis、Borouge 组成的投资联合体。

1) 阿布扎比国家石油公司（ADNOC）是一家由阿布扎比酋长国全资拥有的领先的多元化能源和石化集团。ADNOC 的目标是通过负责任和可持续的勘探和生产，最大限度地发挥酋长国庞大的碳氢化合物储量的价值，

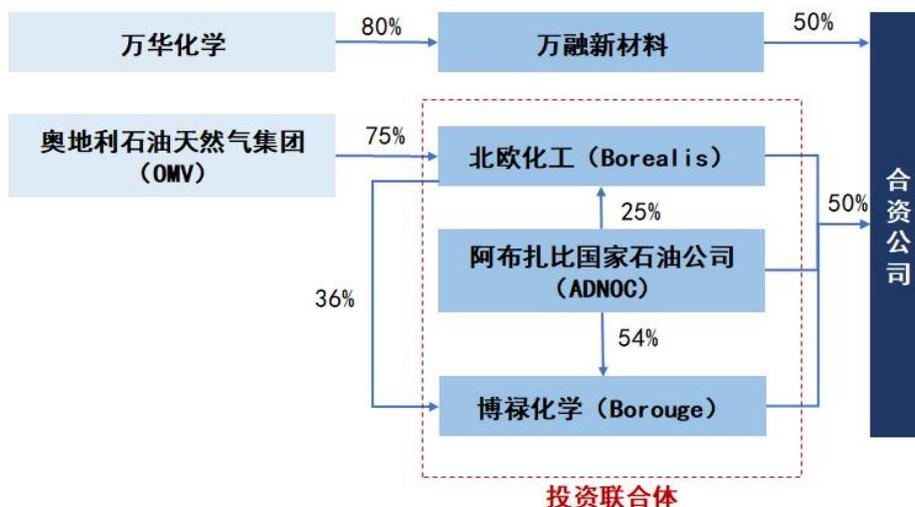
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

以支持阿拉伯联合酋长国（阿联酋）的经济增长和多元化。

2) 北欧化工 (Borealis) 总部位于奥地利维也纳，奥地利石油天然气集团 (OMV，总部位于奥地利维也纳的综合能源、燃料与原料以及化学品与材料公司) 拥有其 75% 的股份，总部位于阿联酋的阿布扎比国家石油公司 (ADNOC) 拥有其余 25% 的股份；北欧化工 (Borealis) 在 120 多个国家拥有客户，员工约 6000 人。北欧化工是全球领先的先进且可持续的聚烯烃解决方案提供商之一，还是欧洲聚烯烃回收领域的创新领导者和基础化学品的主要生产商。北欧化工利用聚合物专业知识和数十年的经验，为消费品、能源、医疗保健、基础设施和交通等关键行业提供增值、创新和循环材料解决方案。在重新创造可持续生活的必需品方面，北欧化工以对安全、员工、创新和技术以及卓越绩效的承诺为基础，正在加快聚烯烃向循环经济的转型，并扩大其地理覆盖范围，以更好地服务全球客户。北欧化工的业务通过两个重要的合资企业得到加强：博禄化学（与 ADNOC 合作，总部位于阿联酋），以及 Baystar™（与总部位于美国的道达尔能源合作）。

3) 博禄股份有限公司 (Borouge) 在阿布扎比证券交易所上市，ADNOC 拥有博禄化学 (Borouge) 54% 的股权，北欧化工 (Borealis) 持有博禄化学 (Borouge) 36% 的股权；博禄化学 (Borouge) 是一家领先的石化公司，为基础设施、能源、交通、医疗保健、农业和先进包装行业提供创新和差异化的聚烯烃解决方案。博禄化学 (Borouge) 拥有超过 3100 名员工，为亚洲、中东和非洲超过 86 个国家的客户提供服务。博禄化学 (Borouge) 成立于 1998 年，通过阿布扎比国家石油公司 (ADNOC) 和北欧化工 (Borealis) 之间的战略合作伙伴关系，博禄化学 (Borouge) 在阿联酋 AlRuwais 工业城建立和运营聚烯烃复合体，为全球最大的综合聚烯烃复合体之一。

图1: 合资公司股权结构



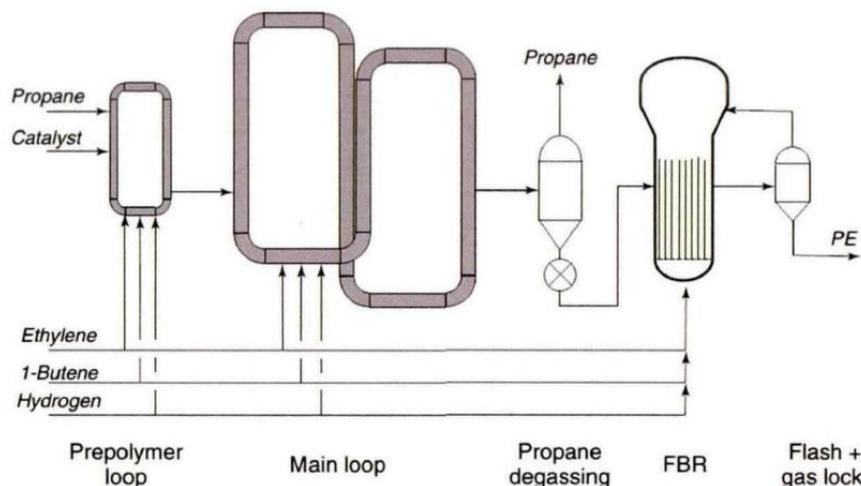
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

项目核心优势包括 Borstar® 技术、乙烷为原料的裂解工艺、相互协同的产业链。投资联合体包括博禄化学在特种聚烯烃生产（包括乙烷在内的多种原料路线）方面具有的丰富经验，与万华化学在乙烷供应链的优势（包括乙烷原料成本、码头资源、VLEC 成本、生产工艺等）共同构成了基于乙烷原料的合资项目的优异的经济性基础。

Borstar® 技术是北欧化工在 Basell 公司聚丙烯合成工艺以及双环管结构反应器的基础上，同时串气相流化床反应器发展而来，能够对大分子的分子质量以及形态进行更便捷的调控，在进行双峰聚丙烯的生产时得到的每个峰都能实现较窄的分子质量分布，并且提高了操作温度，避免了聚丙烯分子溶解于丙烯的现象，不会出现聚丙烯产品粘连在反应釜内壁的情况。核心是专有的聚烯烃多模态工艺技术和专有的催化剂系统，允许从双模态到多模态 PE/PP 树脂的柔性聚合物设计，支持生产各种增强型聚乙烯 (PE) 和聚丙烯 (PP) 产品，

以满足最苛刻的应用。Borealis 专有的 Borstar® 技术生产制造的聚烯烃产品具有很强的比较竞争优势。

图2: Borstar 乙烯聚合工艺流程图



资料来源：车煜，《基于计算流体力学气相法聚乙烯流化床反应器的多尺度模型化研究》，华东理工大学，2016 年，第 13 页，国信证券经济研究所整理

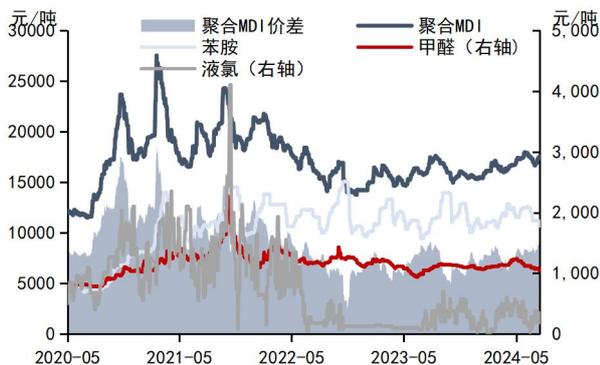
万融新材料与 AW Shipping 签署 VLEC 相关协议。万融新材料公司与 AW Shipping 签署了《万融新材料（福建）有限公司、AW Shipping 9 艘 VLEC 乙烷船舶租赁协议》。根据协议，AW Shipping 公司在江南造船集团订购 9 艘乙烷运输船（VLEC），并将其租赁给万融新材料。这些 VLEC 将用于满足万华化学包括其福建合资项目在内的乙烷和乙烯采购的运力需求。

该项目利于提升万华化学国际影响力，同时推动我国高端气体船舶制造业发展。万华化学已在福州构建了一条完整的聚氨酯生产链，并计划通过合资项目对乙烷裂解产生的副产品氢气和产业链中捕集的二氧化碳进行高效利用。此外，项目还将完全采用零碳电力，以实现整体减少二氧化碳排放的目标。自 2006 年万华化学在海外成立销售公司迈出国际化步伐以来，通过 2011 年对匈牙利 BC 公司的收购进一步巩固了其在欧洲的业务基础。本次合作项目有望显著提升万华化学在全球市场的影响力，同时，这一合作也将为中国高端气体船舶制造业的国际化发展提供支持。

◆ 主营产品聚合 MDI 景气度回暖

在下游冰柜及家用电冰箱需求增长的推动之下，二季度公司主营产品聚合 MDI 景气度有所回暖。据 Wind 数据，2024 年二季度公司主营产品聚合 MDI/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 17086/18920/14954 元/吨，同比 +11%/+0.1%/-18%，环比 +6%/-7%/-11%；价差分别为 7676/9511/9626 元/吨，同比 +13%/-8%/-27%，环比 -0.1%/-20%/-19%。聚合 MDI 价格及价差同比均有提升，纯 MDI 和 TDI 价差同环比下降。2024 年 6 月，受淡季影响，我国冰柜产量同比下降 2.4%，家用电冰箱产量同比增加 0.1%；出口冰箱数量同比增加 22%。下游冰箱冷柜出口市场较好，支撑聚合 MDI 景气度回暖。

图3: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



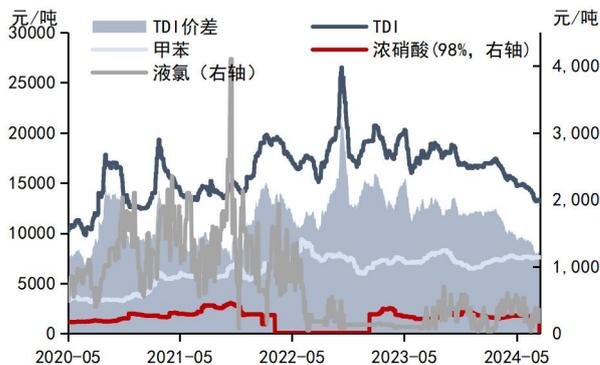
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: TDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

受检修停车等因素影响, MDI 供给端短期有所收缩。以下统计的国内外 1056 万吨 MDI 装置中, 约 23%左右的产能存在停车检修停车的情况, 约 45%的产能处于低负运行状态, 供给端短期有所收缩。

表1: 国内外 MDI 装置动态情况 (2024 年 7 月 25 日)

公司	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置低负运行
烟台万华	110	7月16日开始停产检修, 预计检修 45 天左右
福建万华	80	装置低负运行
上海亨斯迈	40	装置正常运行
上海巴斯夫	19	装置正常运行
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置低负运行
东曹瑞安	7	7月26日开始停产检修, 预计检修 35 天左右
宝思德	40	7月16日开始停产检修, 预计检修 40 天左右
德国科思创	20	装置低负运行
德国科思创	40	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置低负运行
美国科思创	33	装置低负运行
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置低负运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
美国亨斯迈	50	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持 7 成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	12 万吨/年装置检修后暂无开车计划, 其他两套装置正常运行
美国陶氏	34	装置正常运行
德国陶氏	19	装置低负运行
葡萄牙陶氏	18	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
日本东曹	40	20 万吨/年 MDI 装置因装置故障意外停车, 原计划定于 9 月份检修提前, 预计检修 45 天左右。
韩国锦湖三井	41	7月23日装置故障临停
伊朗 Karoon	4	装置正常运行

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

公司作为聚氨酯行业龙头, 存在稳固的利润保障, 同时新项目稳步推进。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 193.84/224.73/233.37 亿元, 同比增速+15.3%/+15.9%/+3.8%, 对应 EPS 为 6.17/7.16/7.43 元, 当前股价对应 PE 为 12.7/11.0/10.6 X, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.09	51,150.78	1.68	2.09	2.24	14.3	11.5	10.8	1.7
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	8.85	89,610.90	0.11	0.63	0.85	80.5	14.0	10.4	2.0
600309.SH	万华化学	优于大市	78.50	246,470.11	5.36	6.17	7.16	14.7	12.7	11.0	2.7

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 7 月 25 日。

◆ 风险提示

项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期等。

相关研究报告：

- 《万华化学（600309.SH）-一期 POE 装置开车成功，国产化进程加速》——2024-07-03
- 《万华化学（600309.SH）-乙烯装置原料升级，提升碳二项目竞争力》——2024-06-17
- 《万华化学（600309.SH）-多项目顺利推进，聚氨酯龙头产线持续拓宽》——2024-05-24
- 《万华化学（600309.SH）-一季度营收及净利同环比提升，聚氨酯龙头稳健发展》——2024-04-19
- 《万华化学（600309.SH）-2023 年业绩同比提升，看好公司长期发展》——2024-03-19

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18989	23710	25638	22779	24042	营业收入	165565	175361	196913	223259	243129
应收款项	10059	10125	11666	13227	14282	营业成本	138132	145926	159688	180964	198771
存货净额	18185	20650	21456	24026	26617	营业税金及附加	913	960	1082	1225	1335
其他流动资产	4299	7380	6700	7596	8925	销售费用	1153	1346	1434	1649	1772
流动资产合计	51532	61864	65461	67629	73867	管理费用	1966	2450	2479	2836	3022
固定资产	115622	149218	170693	191229	210585	研发费用	3420	4081	4249	4818	5208
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492	财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
投资性房地产	17480	24126	24126	24126	24126	投资收益	408	621	507	512	547
长期股权投资	6229	7046	8604	10162	11473	资产减值及公允价值变动	(19)	(54)	(380)	(151)	(195)
资产总计	200843	253040	279238	303069	329542	其他收入	(2717)	(3180)	(4249)	(4818)	(5208)
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65065	67814	72373	营业利润	19839	20389	23981	27633	28694
应付款项	24205	45594	38352	42945	51407	营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
其他流动负债	23594	11004	19335	21670	20638	利润总额	19541	20010	23664	27302	28351
流动负债合计	95017	108657	122752	132430	144419	所得税费用	2499	1710	2525	2804	2911
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811	少数股东损益	808	1484	1755	2025	2103
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584	归属于母公司净利润	16234	16816	19384	22473	23337
长期负债合计	24489	49929	52504	55079	57395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	119506	158586	175256	187509	201813	净利润	16234	16816	19384	22473	23337
少数股东权益	4492	5798	6703	7604	8603	资产减值准备	(883)	(56)	82	28	26
股东权益	76845	88656	97278	107956	119126	折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
负债和股东权益总计	200843	253040	279238	303069	329542	公允价值变动损失	19	54	380	151	195
关键财务与估值指标						财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
每股收益	5.17	5.36	6.17	7.16	7.43	营运资本变动	9934	(1718)	2078	4505	4797
每股红利	3.34	2.87	3.43	3.76	3.88	其它	1169	746	823	873	973
每股净资产	24.47	28.24	30.98	34.38	37.94	经营活动现金流	34747	25977	35494	44415	48189
ROIC	11.95%	11.18%	11%	12%	12%	资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
ROE	21.13%	18.97%	20%	21%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	17%	19%	19%	18%	投资活动现金流	(2299)	(43939)	(35810)	(38227)	(39317)
EBIT Margin	12%	12%	14%	14%	14%	权益性融资	(26)	76	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	21%	22%	21%	负债净变化	325	23842	0	0	0
收入增长	14%	6%	12%	13%	9%	支付股利、利息	(10490)	(9002)	(10762)	(11795)	(12168)
净利润增长率	-34%	4%	15%	16%	4%	其它融资现金流	(27318)	(7074)	13006	2748	4559
资产负债率	62%	65%	65%	64%	64%	融资活动现金流	(47675)	22683	2244	(9047)	(7608)
股息率	4.3%	3.7%	4.4%	4.8%	4.9%	现金净变动	(15227)	4721	1928	(2859)	1263
P/E	15.2	14.7	12.7	11.0	10.6	货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
EV/EBITDA	13.0	13.2	10.4	9.0	8.6	企业自由现金流	0	(15866)	5570	12725	15282
						权益自由现金流	0	902	14888	11441	15643

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032